

试论国有商业银行引进战略投资者股权定价的合理性

厦门大学金融系 修 巍

[摘要]从2001年底我国在法律上取消对外资金融机构入股我国商业银行的限制以来,外资金融入我国商业银行的步伐大大加快。随着战略投资者在我国银行业所占份额逐步扩大,其对我国银行业产生的影响也会逐步加深,因此对战略投资者进行研究有着重大意义。本文从我国商业银行引入战略投资者的现状入手,对引入战略投资者的动因进行分析,论述了引入战略投资者的必要性以及重大意义;再结合影响股权定价的八种因素,从引入战略投资者规范的定价程序、适用的国际惯例以及引资所带来的“潜在价值”三个角度说明了国有商业银行出让股权定价的合理性。

[关键词]国有商业银行 战略投资者 股权定价

一、前言

多年来,我国银行业为促进国民经济发展、支持经济体制改革、维护社会稳定作出重要贡献,但银行体系的脆弱性已成为我国长期经济发展的一大阻碍。针对银行体系中资本金率不足、不良资产率高、公司治理结构与经营体系不完善等问题,国家采取了一系列推动银行业加快改革步伐的政策措施。2004年1月6日颁布的《国务院决定中国银行和中国建设银行实施股份制改造》的文件宣告了中国金融改革中的攻坚战——国有商业银行改革正式开始。根据国有独资商业银行的具体情况,国务院决定选择中国银行和中国建设银行进行股份制改造试点。

这两家国有独资商业银行的股份制改造,其核心是要办成具有国际竞争力的现代化股份制商业银行;其关键在于加深内部改革,建立良好公司治理结构,转换经营机制。其中,引入国外战略投资者就是一项重要的改革举措。在引入战略投资者的策略中,包括对战略投资者的资格认定和选择,引入的程序和股权转让价格的确定。而股权转让价格的确定作为其中的重点,引发了全国对“国有商业银行是否被贱卖”的大讨论。

二、战略投资者的含义

战略投资者是指具有资金、技术、管理、市场、人才优势,能够促进产业结构升级,增强企业核心竞争力和创新能力,拓展企业产品市场占有率,致力于长期投资合作,谋求获得长期利益回报和企业可持续发展的境内外法人投资者。其与财务投资者不同的是,战略投资者在追寻融资收益的同时,也考虑新投资带来的协同效用。

三、国有商业银行引入战略投资者的动因分析

(一) 国有商业银行自身存在的问题

大多数的研究表明,在相当长的时期内,由于国有商业银行公司治理结构和经营机制存在缺陷,加上其他一些历史原因,国有商业银行存在着不良资产率高、资本充足率低、银行机制不合理等问题。虽然,我国政府动用国家外汇储备及其他资源为重点商业银行注入资本金和剥离坏账,以此提高资本充足率、降低不良资产率。但我国国有商业银行的风险加权充足率离世界先进银行的水平还有较大差距,并且其在信贷决策、风险管理、内部控制、金融产品、IT技术等诸多领域与国际先进水平相差甚远。如果国有银行不能迅速地加强风险控制、改善治理管理,不良资产问题完全可能卷土重来。

鉴于目前存在于国有商业银行内的问题,引进国际战略投资者不仅有助于银行在政府注资后进一步充实资本金,更重要的是移植其先进管理经验、产品技术以及最佳惯例,从而帮助国有银行迅速提高管理经营水平。

(二) 外资银行进入的压力

2006年12月11日,按照我国加入世界贸易组织的承诺,金融业将进入全面开放的新时期,中国银行业作为我国金融业的中心,必将面临来自从业人员数量和结构、银行支付系统以及金融法律修改等三方面的挑战。外资银行不仅在规模实力、管理能力、经营效率等方面都享有优势,其在金融创新能力、风险防范体系、科技手段运用以及激励机制等方面也更具优势。面对外资银行即将以更大的规模、更多的业务、更快的速度加入我国金融领域,我国国有商业银行必须不断提升竞争实力,以适应和抗衡来自外资银行的挑战,实现自身的可持续发展。

(三) 国有商业银行IPO的需求

我国国有银行体系改革的一个基本思路是,通过国家注资与剥离坏账进行大规模财务重组,以尽可能快地解决历史存量问题;通过股份化包括引进国际战略投资者从根本上改变银行传统的产权与经营机制,健全公司治理;通过股票公开发行进一步募集充实资本金,强化对银行的市场约束,推动促进银行的持续改革,以提高和巩固银行改革的最终成果。

引入战略投资者,一方面,帮助有效提升市场信心,刺激股票需要,取得有利定价,从而为IPO的成功提供了可靠保障;另一方面,对于我国打造一个现代化的、具有全球竞争力的银行体系以及为银行机构内部建立起一种专业、高效和不断创造股东价值的全新文化提供了持续改革的动力。所以,不难理解国有商业银行IPO的需求将成为“引入战略投资者”的助推器。

综上所述,为了解决来自国有商业银行自身存在的问题、应对竞争不断加剧的外部环境,满足国有商业银行上市的需要,引入战略投资者是我国国有商业银行发展到现阶段的必然选择。

四、影响股权转让价格的因素

(一) 溢价因素

银行的价值主要在于网络、品牌和信用度,客户是银行最有价值的无形资产。由于我国政府长期以来的政策支持,我国国有商业银行在网络、品牌和信用度等方面都享有较高的溢价:^①我国国有商业银行的品牌价值非其他商业银行所能比拟,国有银行的品牌认知度让其在与其他商业银行的竞争中具有先天的优势。^②我国国有商业银行拥有巨大的销售网络,其网点遍布全国城乡,具备在全国所有地区开展各种业务的物质条件。^③我国国有商业银行的网点大多占据各商业中心的黄金地段,其本身就具有极大的升值潜力。^④由于我国监管当局对银行业的准入进行管制,银行特许权本身就具有极高的价值。

(二) 折价因素

我国国有商业银行存在着以下八类问题和现状:^①历史包袱重,政府干预经营以及国有银行高管的政府任命方式;^②职工人数多,较高的社保经费支出;^③银行的内部控制机制薄弱和外部信用文化不佳;^④在拨备、不良资产分类等方面体现出的国际会计准则和国内会计准则的差异;^⑤资产回报率和股本收益率属于亚洲最低的,与国际标准相差甚远;^⑥境外投资者的投资比例限制以及缺乏管理控制权;^⑦战略投资者通常有3年以上的锁定期,承担了一般公众投资者所没有的流动性风险;^⑧战略投资者将在未来相当长的时期里承担中国处于转轨经济中所固有的宏观经济周期风险、银行体系的特殊政策风险。以上列举的问题和现状所带来的风险都在外资的考虑范围内,导致了他们在股权定价上要求中方给予一定程度的折扣。这些影响股权转让价格的因素正是造成股权转让溢价低的部分原因。

五、股权转让价格的合理性

(一) 国有商业银行的战略引资都经过了适当的竞争程序

引入战略投资者的过程可分为明确引资意图、接触潜在投资者、确定要引入的投资者,实施谈判,签订协议,双方尽职调查等阶段。在国有商业银行的引资过程中,中方机构在广泛认真地接触了许多潜在的投资者,仔细比较和评估各自投资意愿、所提条款和价格敏感度的基础上,筛选出最合适的投资者对象,然后通过反复拉锯式的谈判,才成交价格达成协议。这样经过谈判博弈形成的投资价格在很大程度上能够反映“战略投资”的供需均衡点。比如,中行和建行分别在不同的时期(下转第407页)

与
$$\oint R(x,y,z)dz = \oint R[x,y,z(x,y)](z_x dx + z_y dy) \tag{3}$$

例 4 的解法 2

空间曲线 Γ 在 yoz 平面上的有向投影曲线 C 的方程为 $2y^2 + z^2 = 2z$, 其参数方程为: $y = \frac{1}{\sqrt{2}} \cos t$, $z = 1 + \sin t, 0 \leq t \leq 2\pi$, 类似公式 (1) 有

$$I = \oint xyzdz = \oint y^2 z dz = \int_0^{2\pi} \frac{1}{2} \cos^2 t (1 + \sin t) \cos t dt = 0$$

将空间曲线积分转化为平面曲线积分后, 还可利用著名的 *Green* 公式计算之。

5. 利用积分与路线无关的条件计算空间曲线积分

例 6 计算 $I = \oint (2xe^y + z^2e^x)dx + (2ye^z + x^2e^y)dy + (2ze^x + y^2e^z)dz$, 其中 Γ 是螺旋线: $x = a \cos t, y = a \sin t, z = ht / 2\pi, 0 \leq t \leq 2\pi$, 方向为从 $A(a,0,0)$ 到 $B(a,0,h)$ 。

解: 易证 $R'_y - Q'_z = 0, P'_z - R'_x = 0, Q'_x - P'_y = 0$, 所以积分与路线无关, 故有

$$\begin{aligned} I &= \int_{AB} (2xe^y + z^2e^x)dx + (2ye^z + x^2e^y)dy + (2ze^x + y^2e^z)dz \\ &= \int_0^h 2zdz = h^2 \end{aligned}$$

参考文献

[1] 同济大学应用数学系. 高等数学 [M] 第五版. 北京. 高等教育出版社, 2002 年 7 月, 126—183
[2] 华东师范大学数学系. 数学分析 [M] 第三版. 北京. 高等教育出版社, 2001 年 6 月, 280—296
[3] 苏化明, 苏灿荣. 高等数学研究 [J]. 2001 年. Vol.5, No.1

(上接第 404 页)与多家不同的国际投资者各自进行秘密谈判, 最终的成交价格均落在一个非常狭窄的区间内, 这就能说明投资价格的公平与合理。

(二) 战略投资先于 IPO 成交, 会造成一定的折价

按照国际惯例, 战略投资成交于 IPO 之前, 国际市场对非上市公司的投资相对于同类上市公司的价值都会有适当的折价。其中, 重要的一点是: 战略投资为银行 IPO 的顺利推出铺平道路。美洲银行和淡马锡帮助建行在资本市场上形成有利定位, 大大地提高了市场信心, 显著地刺激了股票需求, 从而保证了 IPO 最终定价在估值区间的高端。

(三) 战略投资者只有以较低的价格进入, 才能合理分享参股带来的价值

在中国银监会规定的“五项原则”中, 明确指出: 从中方看, 引进战略投资者应与自身特点相结合, 以提升中资银行自主创新能力和管理水平。所以, 引入战略投资不仅是为了提高资本充足率、改善股权结构、保证 IPO 成功, 更重要的是, 未来能够通过其品牌、专业经验和技術转移, 具体业务合作等渠道, 在风险控制、产品开发、公司治理等诸多方面帮助增加银行的长期价值, 即真正实现已隐含在目前股价之中的较高“价值成长”预期。正因如此, 对于战略投资者而言, 只有以相对于公开市场较低的价格进入, 才能合理地分享其参股所增加的价值; 对于我国国有商业银行而言, “引智”比“引资”重要。

六、结论

通过分析得出, 引入外资战略投资者有利于我国商业银行提高资本充足率, 改善股权结构和公司治理结构, 保证 IPO 成功, 引进先进技术和经验等等, 这已经成为我国商业银行发展到现阶段的必然选择。国有商业银行出让股权定价是在考量我国国有商业银行现状等多方面所得到的合理价格。未来, 我国的金融监管部门一方面要加强对战略投资者的监管和指引, 另一方面在引资过程中应稳健进行。总之, 我国银行的改革是一项长期艰巨的任务, 不能指望靠引进战略投资者就能解决我国银行业的所有问题, 要正确认识战略投资者的积极作用, 在维护国家利益的前提下, 与战略投资者紧密合作, 以达到双赢的目标。

参考文献

[1] 赵瑾璐, 张璐超. 国有商业银行引入战略投资者原因及条件的理论分析 [J]. 北京理工大学学报(社会科学版), 2008.
[2] 肖彦, 张莉. 论引入战略投资者后我国商业银行财务状况的优化 [J]. 中国管理信息化, 2008
[3] 胡祖六. 国有银行改革需要引进战略投资者吗? [N]. 经济观察报, 2005.
[4] 袁满, 高凡. 中资银行贱卖了 吗? [N]. 经济观察报, 2005.